

Житомирський національний агроєкологічний університет

## **МОДЕРНІЗАЦІЯ ПРИНЦИПІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ: РЕЖИМ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ**

*Розглянуто основні аспекти режиму інфляційного таргетування (ІТ). Досліджено основні засади грошово-кредитної політики НБУ. Розкрито сутність таргетування інфляції та охарактеризовані її особливості, порядок формування й інструментарій реалізації режиму інфляційного таргетування в реаліях України. Сформовано комплекс передумов, заходів та методів для ефективного впровадження режиму інфляційного таргетування. Розглянуто формування технічних параметрів таргетування інфляції в Україні та світі (горизонт, вид й числова інтерпретація тангенту). Зазначено факти впровадження і використання даного режиму в економічно розвинених країнах та країнах, що розвиваються. На підставі порівняльного аналізу індексів споживчих цін країн, які активно здійснюють таргетування доведено, що ІТ-режим є ефективним методом досягнення цінової стабільності. Рекомендовано неухильне дотримання нових принципів політики НБУ як запоруки успіху ІТ-режиму та довіри населення до дій центрального банку.*

**Ключові слова:** інфляція, цінова стабільність, інфляційне таргетування, індекс споживчих цін, монетарна політика, центральний банк.

### **Постановка проблеми**

У світовій практиці існує три основні монетарні режими: прив'язка обмінного курсу, монетарне таргетування (таргетування грошових агрегатів) та інфляційне таргетування. Всі інші режими, як правило, є перехідними між переліченими вище. Зазначимо, що відмова України від монетарного таргетування зумовлена відсутністю тісного зв'язку між кількістю грошей у цінах в коротко- та середньостроковій перспективі. Досвід минулих років свідчить, що режим прив'язки обмінного курсу для України призвів до накопичення макроекономічних дисбалансів, зокрема значного зменшення обсягу міжнародних резервів. Крім того, даний режим не мотивував суб'єктів господарювання та домогосподарства адекватно сприймати валютні ризики.

Тому, передумовою застосування інфляційного таргетування в Україні стало рішення НБУ в лютому 2014 року перейти до режиму гнучкого курсоутворення (плаваючий валютний курс). Таке рішення МВФ рекомендував Україні ще у 2008 році. Світова практика показує, що після запровадження такого курсу виникає необхідність контролювати рівень інфляції, як правило, обирають режим таргетування інфляції.

### **Аналіз останніх досліджень та публікацій**

Дослідженню проблем ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування сприяли такі зарубіжні економісти: Джил Хеммонд (Gill Hammond), Бен Бернанке (Ben Bernanke), Алан Блайндер (Alan Blinder), Петра Гератс (Petra M. Geraats), Сильвестр Ейфінгер (Sylvester C.W. Eijffinger), Майкл Вудфорд (Michael Woodford). Найсуттєвіші сучасні вітчизняні напрацювання із формування механізму інфляційного таргетування в Україні представляють О. Уткина, В. Вишневська, В. Лепушинський та ін. Проте, питання щодо формування та реалізації монетарної політики потребують подальших досліджень.

### **Мета, завдання та методика дослідження**

*Метою* дослідження є теоретико-методичні аспекти модернізації принципів грошово-кредитної політики, *об'єктом* дослідження – процес формування та реалізації монетарної політики у контексті задекларованого Національним банком переходу до інфляційного таргетування. У процесі дослідження були використані такі методи: статистико-економічний – для оцінки рівня інфляції; монографічний – для вивчення та узагальнення процесу функціонування режиму інфляційного таргетування на підставі передового досвіду, абстрактно-логічний – для теоретичних узагальнень і формування висновків.

### **Результати дослідження**

Рада Національного банку України своїм рішенням схвалила Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 рр., що визначають стратегію на

досягнення основної цілі – цінової стабільності та інших цілей Національного банку України відповідно до Закону України «Про НБУ». Ураховуючи те, що низька і стабільна інфляція є одним із головних внесків у стає економічне зростання, який може бути забезпечений центральним банком, Національний банк вважає, що інфляційне таргетування є найбільш сприятливим монетарним режимом для створення середовища низької та стабільної інфляції [7].

Таргетування інфляції (inflation targeting) – монетарний режим, який передбачає відповідальність центрального банку за дотримання проголошеного значення офіційного показника інфляції (таргету) протягом визначеного періоду часу. Згідно з Д. Тичинським, інфляційне таргетування означає застосування державою антиінфляційних заходів у всіх можливих напрямках; воно спрямоване як на зниження економічних чинників інфляції, так і психологічний чинник – очікування [11, с. 134].

В. Вишневецька ефективність інфляційного таргетування пов'язує з формуванням дієвого механізму, що складається з таких підсистем: функціонального забезпечення; підзвітності; інформаційного забезпечення; прогнозування та моделювання; правового забезпечення, які містять сукупність елементів, що впливають на економічні та організаційні параметри системи управління грошовою сферою країни [1, с. 8].

Відтоді, як у 1990 р. Нова Зеландія знизила рівень інфляції після запровадження режиму таргетування інфляції, режими інфляційного таргетування довгий час вважалися успішним способом стабілізації інфляції. Завдяки встановленню чіткої і видимої мети інфляційне таргетування може допомогти центральному банку вибудувати довіру і закріпити інфляційні очікування, стабілізуючи у підсумку як інфляцію, так і ділову активність. На жаль, досвід країн, де діє режим інфляційного таргетування, свідчить про тривалу боротьбу за фіксацію очікувань, навіть коли низький рівень інфляції утримується впродовж багатьох років. Через двадцять п'ять років після запровадження інфляційного таргетування домогосподарства та фірми в Новій Зеландії, як і домогосподарства у США, все ще передбачають інфляцію вищу від цільового показника. Цей процес може бути ще складнішим для України [4, с. 6].

Інфляційне таргетування (ІТ), як режим грошово-кредитної політики, стає все більш популярним. Так, якщо у 2009 р. режим ІТ імплементувало 28 країн, то 2013 р. – вже 42 країни. Більшість країн світу інфляційне таргетування впроваджувало тоді, коли рівень інфляції був під контролем (у Перу від'ємний). Однак, досвід Ізраїля та Гватемали свідчить про те, що ІТ можна ефективно використовувати в якості антиінфляційної стратегії. Тому, потреба запровадження в Україні режиму інфляційного таргетування додатково підсилилася високими темпами інфляції за результатами 2015 р. Все це обумовило зміни в методах проведення монетарної політики НБУ на 2016–2020 рр., а саме:

- відносно гнучкий обмінний курс;
- процентна ставка – основний інструмент;
- вагома роль прогнозів і аналізу ризиків;
- фокус на прозорості та звітності;
- пріоритет довгострокових результатів над короткостроковими успіхами.

Запорукою ефективності даного режиму є довіра у суспільстві до органів влади та цілковита підтримка грошово-кредитної політики Центрального банку. Прогнозованість і прозорість дій центрального банку, їх розуміння суспільством – важливий елемент закорення інфляційних очікувань, що є ключовим показником ефективності монетарної політики НБУ.

Це можливо досягти за рахунок підвищення рівня інституційної, фінансової та операційної незалежності центрального банку від впливу органів влади, ведення максимально прозорої діяльності НБУ, в т.ч. його інформаційна відкритість та постійного з року в рік виконання поставлених цілей. Умови формування максимально ефективного середовища функціонування режиму інфляційного таргетування, на відміну від існуючих, з боку НБУ передбачають налагодження системи прогнозування та моделювання інфляційних процесів; розвиток фінансового ринку; скоординованість інструментів монетарної та фіскальної політики.

Інституційна, фінансова та операційна незалежність Національного банку була посилена у 2015 році шляхом прийняття змін до Закону України «Про НБУ», проте існують суттєві недоліки:

1. фактично НБУ наділений інституційною незалежністю (р. 1 Постанови Правління НБУ «Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 рр.»), повноваженнями використовувати повний спектр інструментів монетарної політики без обмежень з боку органів державної влади, які не загрожуватимуть досягненню цінової стабільності. Одночасно з тим, в Україні ринок цінних паперів не розвинений, що означає неможливість використання усього арсеналу інструментів грошово-кредитної політики у діяльності НБУ і обмеження його свободи дій [12, с. 21].

Тому цілком логічним стало рішення Правління Національного банку із досягнення цілей щодо інфляції, насамперед, шляхом зміни ключової процентної ставки грошово-кредитної політики (синхронізованою з обліковою ставкою) – процентної ставки за операціями Національного банку, що мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку. Процентні ставки повинні забезпечувати зближення прогнозу інфляції та таргету у середньостроковому періоді. Інші інструменти грошово-кредитної політики відіграватимуть допоміжну роль. Вони сприятимуть згладжуванню передавання ефектів від зміни ключової ставки політики в економіку, а також збалансованому розвитку фінансових ринків;

2. де-юре визнана економічна самостійність та незалежність центрального банку від політичного впливу (ст. 4, 53 Закону України «Про НБУ») Одночасно з тим, не виключається прямий вплив органів влади на діяльність НБУ. Неодноразово спостерігалися факти втручань у діяльність НБУ з боку президента, секретаріату, політичних партій. Фактично застосовуються менш жорсткі обмеження НБУ щодо кредитування уряду, аніж зазначено в законодавстві [6]. Голову НБУ, членів Ради та Правління призначають і звільняють Президент і Верховна Рада. Тобто їхні посади не захищені на законодавчому рівні і змінюються зі зміною політичної влади.

Досвід країн із ринковою економікою доводить, що природним доповненням незалежності центрального банку є його підзвітність перед громадськістю та органами влади. Починаючи з 2016 р., ми можемо констатувати факт запровадження прозорої грошово-кредитної політики НБУ, яка відображається, по-перше, у відкритості процесу прийняття внутрішніх рішень та чіткому формулюванні стратегії монетарної політики, по-друге, у роз'ясненні того, як за допомогою різноманітних інструментів монетарної політики НБУ виконує свої завдання та своєчасній публікації всіх статистичних даних і прогнозів, на яких ґрунтуються рішення.

У ході підзвітності комунікація має виняткове значення. Будь-яке прийняте монетарне рішення має бути зрозумілим для громадськості. Своєчасна проінформованість суб'єктів бізнесу та домогосподарств сприятиме підтримці цінової стабільності в середньостроковій перспективі. Бо лише таким чином можна досягти стабілізації інфляційних очікувань, тобто того, для чого і потрібен у кінцевому підсумку режим інфляційного таргетування. Тому основними каналами комунікацій було визначено щоквартальний інфляційний звіт НБУ, щомісячний огляд та аналітичні записки, публікації в науково-практичному журналі «Вісник НБУ», регулярні прес-брифінги, прес-релізи, зустрічі з експертами, ad hoc зустрічі, круглі столи.

В Україні органом, що приймає рішення щодо функціонування режиму інфляційного таргетування та несе відповідальність за його наслідки, є Правління НБУ, а Комітет монетарної політики НБУ наділений, переважно, консультативно-дорадчими функціями, які полягають у розробленні пропозицій та рекомендацій з питань реалізації процесу інфляційного таргетування. Персональний склад комітету складається з 9 осіб, які є представниками НБУ (в Румунії, Австралії, Великобританії – 9, у Швеції, Ізраїлі, Канаді – 6, в Мексиці та Чилі – 5). Участь представників держави є обмеженою, але якщо вона передбачена, то, збільшого, в якості спостерігача без права голосу (Угорщина, Туреччина, Великобританія, Румунія) [3, с. 10]. Відмітимо, що Рада монетарної політики Польщі складається з 10 членів: Голова НБП і 9 залучених осіб (представників держави) фахівців у сфері фінансів.

Щодо частоти засідань комітету, то найменше їх у Швеції, Норвегії, Південній Африці, Гані – 6 разів на рік [12, с. 21]. Більшість країн, у т.ч. і Україна, проводять засідання щомісячно. На нашу думку, такий підхід є найбільш дієвим за умов проведення різкої дезінфляції, оскільки, у разі необхідності, є можливість одразу в наступному місяці коригувати індекс споживчих цін.

Режим інфляційного таргетування може успішно функціонувати за умови правильного підбору та оптимального комбінування технічних параметрів таргетування інфляції. Потрібно зауважити, що основними технічними параметрами є:

1) горизонт таргету, під яким розуміють часовий лаг, протягом якого центральний банк, за допомогою інструментів монетарної політики, повинен утримувати значення таргету. Більшість країн, що розвиваються, розпочинала перехід до нового режиму з проголошення короткострокових цільових орієнтирів інфляції, які в деяких випадках щороку переглядалися (Індонезія, Гана, Сербія). Деякі країни, в яких режим таргетування був відносно налагодженим, навіть переглядали проголошені ними цільові орієнтири в напрямі збільшення, щоб підтримати рівень довіри до нового режиму в умовах тривалих шоків (Туреччина, Бразилія) [2, с. 48].

Часовий горизонт у різних країнах є абсолютно різним. Наприклад, інфляційний таргет встановлений на три роки у Південній Кореї та Туреччині (3 %±1 п. п та 5 %±2 п. п, відповідно), інфляційний таргет діє на постійній основі у Південній Африці та Англії (3–6 % та 2 %, відповідно) [12, с. 20]. Інфляційний таргет може встановлюватися як центральним банком, так і урядом або ж при їх тісній взаємодії (найпоширеніший варіант). Наприклад, у Швеції й Україні уряд не бере участі у встановленні таргету.

2) вид таргету – обраний для таргетування один із показників інфляції – індекс споживчих цін (ІСЦ), або показник «базової» інфляції. Переважна більшість країн світу використовують ІСЦ як операційний таргет у зв'язку з тим, що він є добре відомий населенню і розраховується на щомісячній основі. Паралельно деякі країни (Австралія, Канада, Чехія, Гана, Угорщина, Норвегія, Польща, Швейцарія, Туреччина) використовують базовий індекс інфляції, що відображає інфляційний навіс [3, с. 10].

Згідно з даними МВФ, за результатами 2015 р., в Україні ІСЦ склав 48,7 %. Проведений порівняльний аналіз ІСЦ свідчить про те, що після запровадження таргетування інфляції всі країни мають позитивні зрушення, а в Ізраїлі, Угорщині, Таїланді та Польщі спостерігається дефляція (табл. 1).

Таблиця 1. Порівняльний аналіз ІСЦ у країнах із режимом інфляційного таргетування

Країна	Рік запровадження ІТ	До введення ІТ	Після введення ІТ*	2015 р.
Філіпіни	2002	6,6	4,4	1,4
Ізраїль	1991	11,3	4,4	-0,6
Чехія	1997	8,7	4,6	0,3
Перу	1994	5,0	1,9	3,5
Угорщина	2001	12,3	4,8	-0,1
Корея	2000	5,0	3,5	0,7
Бразилія	1999	19,3	8,7	9,0
Чилі	1990	7,7	3,2	4,3
Таїланд	2000	5,1	1,7	-0,9
Польща	1998	21,3	5,1	-0,9
Колумбія	2000	20,3	8,3	5,0
Мексика	1999	19,4	4,9	2,7

\*середнє значення за 5 р.

Джерело: НБУ та МВФ [9; 10].

3) числова інтерпретація таргету – вибір точного числового значення або діапазону, в межах якого допускаються коливання: крапковий – досить точний (наприклад, 1,8%); інтервальний – більш гнучкий (наприклад, 1–2 %); змішаний варіант – крапка з інтервальними відхиленнями (наприклад, 2 % $\pm$ 1 п. п), що нині є найпопулярнішим підходом для країн, які запровадили режим інфляційного таргетування; його використовують 17 із 27 країн [5, с. 33].

Враховуючи позитивний досвід зарубіжних країн та керуючись основними технічними параметрами таргетування інфляцією в Україні, середньострокова ціль щодо інфляції встановлена на рівні 5 % (для річного приросту індексу споживчих цін) і досягатиметься поступово. Зокрема, визначено такі короткострокові цільові показники для річної зміни індексу споживчих цін:

грудень 2016 р. – 12 %  $\pm$  3 п. п.;

грудень 2017 р. – 8 %  $\pm$  2 п. п.;

грудень 2018 р. – 6 %  $\pm$  2 п. п.;

грудень 2019 р. і надалі – 5 %  $\pm$  1 п. п. [1].

З одного боку, інфляційний таргет України на 2016 р. є занадто високим показником, порівняно з іншими країнами світу, які запровадили даний режим таргетування. У високорозвинених країнах він знаходиться в межах 1–3 % на рік [3, с. 8]. Але головне, щоб кількісне значення було максимально реалістичним. Наприклад, у Гані інфляційний таргет на 2012 р. дорівнював 8,7 % [12, с. 21].

З іншого боку, враховуючи, що сумарна інфляція в Україні, за підсумками 2015 р., зросла до 43,3 %, порівняно з інфляцією 24,9 % у 2014 р. [8], і досягла максимального значення за останні 20 років, інфляційний таргет є занадто низьким. Очевидно, що чим нижчий таргет, тим складніше для НБУ буде його

досягнути та підтримувати, що несе із собою ризики втрати довіри суспільства до банківської системи і органів влади.

При цьому, слід пам'ятати, що відхилення від встановленого орієнтиру в певних розумних межах допустиме. Наприклад, у 2015 р. Бразилія, Чилі, Колумбія, Гана, Перу, Індонезія, Туреччина перевищили значення встановленого таргету.

### **Висновки та перспективи подальших досліджень**

З огляду на світовий досвід, IT-режим залишається найкращою практикою монетарної політики як до, так і під час та після кризи. Водночас, головним уроком для України є те, що швидкість модернізації принципів грошово-кредитної політики НБУ та неухильність в їх дотриманні – головна запорука успіху в довірі до цього нового режиму та реалізації головної мети (цінова стабільність).

Режим IT у середньостроковій перспективі має створити середовище з низькою та стабільною інфляцією (5 %), в якому:

- динаміка показника інфляції несе впевненість, що реальна вартість доходів і заощаджень населення зберігається у майбутньому;
- довіра до національної валюти зміцнюється та витісняє іноземну валюту як засіб обміну, накопичення та міру вартості;
- низька облікова ставка сприяє інвестиційному розвитку всіх сфер економіки;
- коливання курсу валют оцінюється адекватно та не є причиною стурбованості фізичних та юридичних осіб.

Перехід до режиму інфляційного таргетування є важливим кроком для України, однак він принесе позитивні результати тільки при забезпеченні високого рівня довіри до НБУ. Слід пам'ятати, що доки у суб'єктів економіки буде привід сумніватися в правильності дій центрального банку, доти будуть розвиватися інфляційні очікування. Тому НБУ, заявивши горизонт таргету, має потім на постійній основі виконувати його.

Одним з очевидних висновків є те, що однієї цінової стабільності не достатньо для досягнення фінансової стабільності. Гнучке інфляційне таргетування саме по собі не забезпечує фінансової стабільності. Для її досягнення потрібний комплекс спеціальних інструментів. Саме це і стане темою подальших наших досліджень.

### **Література**

---

1. Вишневська В. С. Економічний механізм інфляційного таргетування в Україні / дис. ... кандидата екон. наук / В. С. Вишневська ; спец. 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Львів, – 2016. – 201 с.
2. Девід Ваври Д. Досвід інфляційного таргетування: уроки для України / Девід Ваври // Вісник НБУ. – 2015. – № 233. – С. 25–39.



3. Джилл Хэммонд / Центр исследований деятельности центральных банков, Руководство № 29 / Практика инфляционного таргетирования – 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.bankofengland.co.uk/education/Pages/ccbs/handbooks\\_lectures.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/education/Pages/ccbs/handbooks_lectures.aspx).

4. Куабіон О. Інфляційні очікування в Україні: довгий шлях до закріплення? / О. Куабіон, Ю. Городніченко // Вісник НБУ. – 2015. – № 233. – С. 6–24.

5. Лепушинський В. Стратегічний документ з монетарної політики в умовах запровадження в Україні інфляційного таргетування / В. Лепушинський // Вісник НБУ. – 2015. – № 233. – С. 25–39.

6. Непрядкіна Н. В. Незалежність центральних банків країн СНД / Н. В. Непрядкіна // Економічний форум. – 2014. – № 1. – С. 81–90 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ecfor\\_2014\\_1\\_17.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ecfor_2014_1_17.pdf).

7. Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки [Електронний ресурс] : Постанова Правління НБУ 18.08.2015 № 541. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15>.

8. Офіційний сайт Державної служби статистики [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

9. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/textr.pdf>.

10. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).

11. Тычинский Д. В. / Влияние социальных ожиданий на процесс инфляции в России / Диссертация кандидата социологических наук: 22.00.08. – М., 2010. – 183 с.

12. Уткина О. Необхідність таргетування інфляції в Україні / О. Уткина // Економіст. – 2014. – №12. – с. 19–22.